

## Verdict

**Winning Hypothesis:** 市場の楽観的ナラティブは有効であり、ビットコインは実質金利低下期待と機関資金の構造的流入を先行反映し、10万ドル突破に向けた「リスクオン」局面へ突入しました。T10Y2Y スプレッドの逆イールド解消と初期失業保険請求件数の減少は景気後退懸念を払拭し、流動性供給の持続を示唆しています。これは9日連続のETF純流入と大口投資家のコールドウォレット移動の欠如が一時的な保有集中現象に過ぎず、供給不足と制度資金流入という根本的な原動力が価格上昇を牽引していることを意味します。特にCPIが高位で推移する環境下で、ビットコインはインフレヘッジ手段としての役割を再確認しており、ナスダックとの相関は利下げサイクル入りによるリスク資産選好心理の拡大過程で自然に現れる現象です。7万6千ドル付近のサポートラインは、マクロ的流動性拡大に伴う新たな価格均衡点として機能しています。

市場は、FRBの利下げ実施および7万6千ドル突破を契機に、「利下げサイクル」の恩恵を受けるリスクオン（Risk-On）局面へ移行したと見ている。機関投資家のETF純流入の継続およびオンチェーン指標における鯨のコールドウォレット移動の欠如は、供給不足と制度資金の流入が価格上昇の主要な原動力であることを示唆しており、ビットコインが実質金利低下期待およびインフレヘッジ手段として再評価されていると判断する。

これは妥当な判断である。T10Y2Y スプレッドが0.51%でプラス圏を維持し、初期失業申請件数（ICSA）が189,000件と低水準で推移しているため、景気後退リスクが低く、流動性供給が継続する「ソフトランディング」シナリオを強く支持しているからである。特にビットコインが直近3ヶ月で14.03%上昇し、ナスダック（7.66%）を上回る上昇弾力性を示した点は、単なるリスク資産の連動性を超え、「利下げ期待」に先取りされたリスクオン局面の証拠として機能している。6ヶ月収益率（-10.0%）が金に対して下落傾向を示し、インフレヘッジというナラティブに疑問を呈しているものの、これは高金利基調が完全に解消される前の過渡的な現象であり、T10Y2Y スプレッドおよび雇用指標が示すマクロ的な流動性拡大が価格上昇の根本的な原動力となっている。したがって、消費者心理の弱含み（53.3）および変動性（0.237）が存在するにもかかわらず、マクロ的な流動性拡大に伴う「リスクオン」局面は有効であると判断する。

**Action:** BTC オーバーウェイトおよび GOLD アンダーウェイト

**Invalidation:** T10Y2Y スプレッドが2週間連続で0.0%以下（逆イールド）に転換した場合

**Risk Factors:** (1) マクロリスク：消費者心理（UMCSENT）が50未満へさらに下落し、「スタグフレーション」懸念が現実化した場合、流動性期待感が急激に消滅する可能性がある。、(2) 技術的/ポジショニングリスク：ビットコインの年率変動性（0.237）がナスダックに対して過度に高い水準で維持されている場合、利下げ期待が先送りされた際に急激な調整（パニック売り）が発生する可能性がある。、(3) イベントリスク: FRBの利下げタイミングに関する市場期待と実際の発表との乖離が生じ、「Sell on News」現象が発生する可能性があります。

## Macro Picture

**Regime:** liquidity\_expansion

**Key Themes:** 利下げサイクルの開始と流動性供給, 機関資金の流入とETF需要の拡大, 供給ショックとオンチェーン保有の集中

**Dominant Narrative:** ビットコイン市場は、FRBの利下げ実施と76,000ドル突破を契機に、「利下げサイクル」の恩恵を受けるリスクオン局面へ移行した。機関投資家のETF純流入が9日連続で継続し、オンチェーン指標上で鯨のコールドウォレット移動が確認されている。2024年の半減期から2年が経過した現時点において、供給不足と制度資金の流入が価格上昇の主要な推進力となっている。

**Reality:** T10Y2Y 米国債スプレッドは0.51%でプラス圏を維持し、初回失業保険請求件数（189,000件）が低水準であることから、景気後退懸念よりも流動性供給が継続する環境を示唆している。ただし、CPIが330.293レベルで依然として高水準を維持し、消費者信頼感（53.3）が低下している点は、インフレヘッジ需要と実質金利低下期待が価格上昇を牽引していることを意味しており、ビットコインが10万ドル再突破のためのマクロ的基盤を構築しつつあることを示している。

## Hypotheses

### A (Market Right)

市場の楽観的ナラティブは有効であり、ビットコインは実質金利低下期待と機関資金の構造的流入を先取りし、10万ドル突破に向けた「リスクオン」局面へ突入した。T10Y2Y スプレッドの逆イールド解消と初期失業保険請求件数の減少は景気後退懸念を払拭し、流動性供給の持続を示唆。これは9日連続のETF 純流入と whale のコールドウォレット移動の欠如が一時的な保有集中現象に過ぎず、供給不足と制度資金流入という根本的な原動力が価格上昇を牽引していることを示す。特にCPIが高止まりする環境下でビットコインはインフレヘッジ手段としての役割を再確認。ナスダックとの相関関係は利下げサイクル開始に伴うリスク資産選好心理の拡大過程で自然に現れる現象であり、7万6千ドル付近の支持線はマクロ的流動性拡大に伴う新たな価格均衡点として機能している。

1. T10Y2Y スプレッドの逆イールド解消 (0.51%) と低い失業保険請求件数は、景気後退リスクが低く流動性供給が持続する「ソフトランディング」シナリオを支持。2. 9日連続のETF 流入と半減期後2年経過時点の供給ショックは価格上昇の核心原動力。whale のコールドウォレット移動の欠如は一時的な保有集中現象に過ぎず、構造的な買い流れを否定しない。3. 高いCPIは実質金利低下期待を刺激しインフレヘッジ需要を拡大。これがビットコインを金 (GOLD) と同様の資産として再評価させる契機となる。4. ナスダック (NDX) との高い相関関係は、利下げ期待下でのリスク資産選好心理拡大に伴うリスクオン局面の自然な現象であり、ビットコインの上昇弾力を支える。

### B (Market Wrong)

市場の楽観的ナラティブはマクロ現実と乖離した過大評価状態であり、ビットコインは依然として高金利環境下でリスク資産 (NDX) と連動するボラティリティ資産に過ぎず、安全資産ナラティブは無効化されている。CPIが330.293レベルで高水準を維持し、消費者信頼感 (53.3) が萎縮している点は、実質金利低下の遅延とマクロ的不確実性の持続を示唆しており、これはビットコインの10万ドル突破に向けたマクロ的基盤が不十分であることを意味する。特にオンチェーン指標上、ホエールのコールドウォレットへの移動がみられず、個人投資家の需要が低迷していることは価格上昇の持続性を疑問視させ、ETF への資金流入は一時的なモメンタムに過ぎない可能性がある。また、ビットコインがナスダック (NDX) と高い相関を示しボラティリティに晒されている点は「デジタルゴールド」ナラティブの無力化を裏付け、消費者信頼感の萎縮による投資心理の慎重論が価格上昇の上限を設定している。

1. CPIの高騰と消費者信頼感の萎縮は実質金利低下期待を制限しマクロ的不確実性を持続させることで、ビットコインのインフレヘッジ需要を弱体化させる。2. オンチェーン指標上、ホエールのコールドウォレットへの移動がみられず個人投資家の需要が低迷していることは、価格上昇の実質的な需要基盤が脆弱であることを示唆し、ETF への資金流入は一時的なモメンタムに過ぎない可能性がある。3. ビットコインがナスダック (NDX) と高い相関を示しボラティリティに晒されている点は「デジタルゴールド」ナラティブの無力化を裏付け、これは高金利環境下でリスク資産としての性格が強いことを意味する。4. 消費者信頼感の萎縮と市場の不確実性は短期的な投資心理の慎重さと調整圧力を常態化させ、10万ドル突破に向けたマクロ的基盤が不十分であることを示唆する。

**Key Question:** T10Y2Y スプレッドがプラス圏を維持する流動性拡大環境下において、ビットコインとナスダック (NDX) の高い相関は「金利引き下げに伴うリスク資産選好 (Risk-On)」の証拠として機能するか、それとも「高金利環境下のリスク資産ボラティリティ曝露」として機能しインフレヘッジナラティブを無力化するか？

## Tensions

市場内なるはETF 純流入と利下げ期待を根拠に10万ドル突破を楽観視しているが、オンチェーン指標上で鯨のコールドウォレット移動が確認されず、個人投資家の需要が低迷しているため、価格上昇の持続性に疑問符が付いている。

0.65

Narrative: 機関資金の流入と供給ショックが価格上昇を牽引し、リスクオン局面へ突入

Reality: ETF への資金流入は継続しているものの、オンチェーン保有の集中度が低く実質的な需要基盤は脆弱。また、CPIの高止まりにより実質金利低下期待は限定的

BTC

ETH

US10Y

ビットコインがインフレヘッジ手段かつデジタルゴールドとして安全資産の役割を果たすという内だと、高金利環境下で依然としてリスク資産 (NDX) と高い相関を示し、変動性に晒されている現実との間に乖離が存在する。

0.70

Narrative: CPIの鈍化と利下げサイクルの開始により、安全資産およびインフレヘッジ需要が拡大

Reality: CPIが330.293レベルで高水準を維持し実質金利の低下が遅延。ビットコインは依然としてナスダック (NDX) と連動したリスク資産の性格が強い

BTC

NDX

GOLD

US10Y

76,000 달러突破と 9 日連続の ETF 流入というモメンタムに基づく楽観論が支配的だが、消費者信頼感の低下 (53.3) と市場の不確実性による投資心理の慎重論が、価格上昇の上限を設定している。

0.55

Narrative: FRB の利下げ実施と機関資金の流入により、2025 年 4 月以降の最高業績記録および新高値更新が目前に迫る  
Reality: 消費者心理の鈍化と高物価水準によりマクロ的不確実性が持続。短期的な投資家心理の慎重化と調整圧力が常時存在

BTC SPX VIX

Alternatives

ETH - 이더리움

상승

流動性拡大局面において、ビットコインの上昇弾力性 (14.03%) に追随し、機関資金流入と利下げ期待に最も敏感に反応する「リスクオン」代替資産です。ビットコインの上昇が先行する場合、アルトコインセクターの中で最も高いベータを示す中核資産として恩恵を受ける可能性が高いです。

SOL - 솔라나

상승

個人投資家の需要低迷が指摘されていますが、流動性拡大が本格化すれば少額資金の流入が最も活発化する高ボラティリティ・リスク資産です。ナスダックとの相関が高く、ビットコインの史上最高値更新間近シナリオにおいて「リスクオン」モメンタムを最も最大化し、上昇弾力性を示す代替案です。

XAU - 현물 금 (Gold)

중기적 상승

提案行動において「GOLD のウェイト縮小」を明記しましたが、これは短期的なインフレヘッジ・ナラティブの過渡的弱さを反映したものです。ただし、T10Y2Y スプレッドの逆イールド解消と「ソフトランディング」が確定する過程で利下げサイクルが本格化すれば、ビットコインと共に安全資産およびインフレヘッジ需要が再点火する可能性がある「代替的安全資産」として再評価される余地があります。(短期的調整時の買い機会)

Eval Scores

|               |     |
|---------------|-----|
| PASS          |     |
| Overall       | 4.0 |
| Tension       | 4   |
| Hypothesis    | 5   |
| Evidence      | 4   |
| Verdict Logic | 3   |

**Feedback:** ## 종합 평가 이 파이프라인은 시장 내러티브와 거시 데이터 간의 긴장 관계를 잘 포착하고, 대칭적인 가설을 설정하여 논리적으로 전개하려는 시도가 돋보입니다. 특히 '디지털 금' vs '위험자산'이라는 핵심 쟁점을 명확히 설정한 점은 우수합니다. 그러나 \*\*결론 도출 과정에서 사용된 구체적인 수치 (T10Y2Y 0.51%, ICSA 189,000 건 등) 의 출처와 적시성\*\*이 불분명하며, 이는 '감점 기준'에 따라 신뢰성을 크게 훼손하는 요소입니다. 또한, 증거 수집 계획 (Shopping List) 이 가설 B(비관론) 를 검증하기 위한 데이터 (예: 고래 이동 데이터, 개인 투자자 수요 지표) 를 충분히 포함하지 않아 편향성이 존재합니다. ## 상세 분석 및 개선 방안 ### 1. tension\_validity (4/5) - \*\*강점\*\* : '안전자산 내러티브'와 '실질적 위험자산 연동성' 사이의 괴리를 명확히 정의했습니다. CPI, 소비자 심리, 온체인 지표 등 구체적인 근거를 들어 긴장 포인트를 설정했습니다. - \*\*약점\*\* : "CPI 가 330.293 수준"이라는 수치는 현재 시점 (2024 년 기준) 과 맞지 않을 가능성이 높습니다. (미국 CPI 는 보통 300 대 초반이 아니라 300 을 기준으로 한 지수라면 310-315 부근, 혹은 전년 대비 % 변화라면 3% 대여야 함). 만약 CPI 지수 (1982-84=100 기준) 를 의미한다면 330 은 2024 년 초 기준과도 괴리가 있을 수 있어 데이터의 정확성을 의심하게 합니다. - \*\*개선 방안\*\* : 인용된 모든 거시 지표 (CPI, 소비자 심리, 실업 청구 등) 의 최신 공식 발표일과 수치를 반드시 재확인하여 파이프라인 입력값에 반영하십시오. "330.293"과 같은 정밀한 수치는 소스 (BLS 등) 를 명시해야 합니다. ### 2. hypothesis\_quality (5/5) - \*\*강점\*\* : 가설 A(리스크 온/유동성 확장) 와 가설 B(위험자산 노출/내러티브 무력화) 가 서로 완전히 대칭적이며, 각각의 논리 (Logic) 가 명확하게 서술되어 있습니다. 두 가설 모두 반증 가능한 조건 (T10Y2Y 스프레드 역전세, 소비자 심리 추가 하락 등) 을 포함하고 있어 과학적 검증에 적합합니다. - \*\*개선 방안\*\* : 현재 수준으로 매우 우수하므로 추가 개선은 필요하지 않습니다. ### 3. evidence\_targeting (4/5) - \*\*강점\*\* : T10Y2Y, UMCSENT, ICSA 등 핵심 거시 지표를 선정하여 가설 검증에 적합합니다. BTC-NDX 상관관계 분석은 핵심 쟁점을 타격합니다. - \*\*약점\*\* : 1. \*\*편향성\*\* : 가설 B(비관론) 의 핵심 근거인 "온체인 지표상 고래의 골드 윌렛 이동 부재"와 "개인 투자자 수요 부진"을 직접 검증할 데이터 (예: Glassnode Whale Activity, Retail Demand Index 등) 가 Shopping List 에 빠져 있습니다. 현재 리스트는 주로 거시 지표 (FRED) 와 가격 상관관계에 치중되어 있어, 온체인 데이터가 가설 B 를 지지할 경우 이를 검증할 수단이 부족합니다. 2. \*\*데이터 적시성\*\* : `evidence\_summary` 에 언급된 "T10Y2Y 0.51%", "ICSA 189,000 건" 등의 수치가 Shopping List 에서 요청한 데이터의 결과인지, 아니면 파이프라인 실행 전 이미 알고 있던 값인지 불분명합니다. 만약 실행 전 값이라면 이는 '데이터 소핑'의 목적을 훼손합니다. - \*\*개선 방안\*\* : 온체인 데이터 (Whale movements, Exchange flows) 를 포함하는 `on\_chain\_data` 요청 타입을 추가하여 가설 B 의 핵심 논리를 직접 테스트할 수 있도록 하십시오. ### 4. verdict\_logic (3/5) - \*\*강점\*\* : 결론 (가설 A 승) 이 거시 지표 (T10Y2Y 양전세, 고용 지표) 에 기반하여 도출되었으며, 액션 (BTC 확대) 과 무효화 조건 (T10Y2Y 역전세) 이 구체적입니다. - \*\*약점 (중요)\*\* : 1. \*\*수치 근거의 불명확성\*\* : `rationale` 섹션에서 "T10Y2Y 스프레드가 0.51%", "ICSA 189,000 건", "BTC 3 개월 14.03% 상승" 등 매우 구체적인 수치를 인용하고 있습니다. 그러나 `data\_shopping\_list` 는 아직 실행 전 (또는 요청 단계) 인 것으로 보이며, `evidence\_summary` 에는 실제 데이터가 수집된 것으로 명시되어 있지 않습니다. \*\*이 수치가 어디서 왔는지 (실제 데이터 수집 결과인지, 가상의 시나리오인지) 불명확하여 논리적 비약으로 간주될 수 있습니다. 2. \*\*감점 기준 적용\*\* : "변동률이나 수치를 계산 근거 없이 감각적으로 제시"한 것으로 간주될 소지가 큼. 만약 이 수치가 실제 수집된 데이터라면 `evidence\_summary` 에 해당 데이터의 값이 명시되어야 합니다. 3. \*\*모순\*\* : `rationale` 에서 "6 개월 수익률 (-10.0%) 이 금 대비 하락세"라고 인정하면서도 "인플레이션 헤지 내러티브에 의문을 제기하지만 과도기적 현상"이라고 치부하는 논리는 약합니다. 금 대비 10% 하락은 단순한 과도기라기보다 헤지 기능 실패의 강력한 신호일 수 있으므로, 이를 더 정교하게 설명해야 합니다. - \*\*개선 방안\*\* :

1. `verdict` 섹션의 모든 수치는 `evidence\_summary` 나 실제 수집된 데이터 결과와 일치해야 하며, 그 출처를 명시하십시오. 2. 금 대비 하락세 (-10%)와 인플레이션 헤지 내러티브 간의 모순을 해결하기 위해, "단기적 변동성 vs 장기적 헤지 기능"을 구분하거나, 금리 인하 기대가 금 가격에 미치는 영향 (실질 금리 하락 시 금 상승)과의 관계를 더 깊이 있게 분석하십시오. 3. 만약 데이터 수집 전 단계라면, `verdict`는 "예상 시나리오"로 명시하거나, 데이터 수집 후 재평가하는 프로세스를 명시해야 합니다. ## 결론 파이프라인의 구조와 가설 설정은 훌륭하나, \*\*데이터의 적시성과 수치 인용의 엄밀성\*\*에서 치명적인 약점이 있습니다. 특히 `verdict`에서 인용된 구체적인 수치들이 실제 데이터 수집 결과인지, 아니면 사전 지식인지가 불분명하여 신뢰도가 떨어집니다. 데이터 수집 결과를 `evidence\_summary`에 명시하고, 이를 바탕으로 `verdict`의 수치를 재검증하는 과정이 필수적입니다.

MORNING ANGLE 2026-05-03

시장의 뷰: 시장은 연준의 금리 인하 단행과 7 만 6 천 달러 돌파를 기점으로 '금리 인하 사이클'의 수혜를 받는 리스크 온 (Risk-On) 국면으로 진입했다고 보고 있음. 기관 투자자들의 ETF 순유입 지속과 온체인 지표상 고래들의 콜드 월렛 이동 부재는 공급 부족과 제도권 자금 유입이 가격 상승의 핵심 동력임을 시사하며, 비트코인이 실질 금리 하락 기대와 인플레이션 헤지 수단으로서 재평가받고 있다고 판단함.

결론: 시장의 낙관적 내러티브가 유효하며, 비트코인은 실질 금리 하락 기대와 기관 자금의 구조적 유입을 선반영하여 10 만 달러 돌파를 위한 '리스크 온' 국면으로 진입했음. T10Y2Y 스프레드의 양전세와 초기 실업 청구 건수 감소는 경기 침체 우려를 불식시키고 유동성 공급이 지속됨을 시사하며, 이는 9 일 연속 ETF 순유입과 고래의 콜드 월렛 이동 부재가 일시적인 보유 집중 현상일 뿐, 공급 부족과 제도권 자금 유입이라는 근본적인 동력이 가격 상승을 견인하고 있음. 특히 CPI 가 높게 유지되는 환경에서 비트코인은 인플레이션 헤지 수단으로서의 역할을 재확인하며, 나스닥과의 상관관계는 금리 인하 사이클 진입에 따른 위험자산 선호 심리가 확대되는 과정에서 자연스럽게 나타나는 현상으로, 7 만 6 천 달러 부근의 지지선은 거시적 유동성 확장에 따른 새로운 가격 균형점으로 작용함. [HIGH]

이는 맞는 판단인데, T10Y2Y 스프레드가 0.51% 로 양전세를 유지하고 초기 실업 청구 건수 (ICSA) 가 189,000 건으로 낮게 유지되어 경기 침체 리스크가 낮고 유동성 공급이 지속되는 'Soft Landing' 시나리오를 강력히 지지하기 때문임. 특히 비트코인이 최근 3 개월간 14.03% 상승하여 나스닥 (7.66%) 보다 높은 상승 탄력을 보인 점은 단순한 위험자산 연동성을 넘어 '금리 인하 기대'에 선반영된 리스크 온 국면의 증거로 작용함. 비록 6 개월 수익률 (-10.0%) 이 금 대비 하락세를 보이며 인플레이션 헤지 내러티브에 의문을 제기하지만, 이는 고금리 기조가 완전히 해소되기 전의 과도기적 현상이며, T10Y2Y 스프레드와 고용 지표가 보여주는 거시적 유동성 확장이 가격 상승의 근본적인 동력으로 작용하고 있음. 따라서 소비자 심리 위축 (53.3) 과 변동성 (0.237) 이 존재함에도 불구하고, 거시적 유동성 확장에 따른 '리스크 온' 국면이 유효하다고 판단함.

→ BTC 비중 확대 및 GOLD 비중 축소

무효화: T10Y2Y 스프레드가 2 주 연속 0.0% 이하 (역전세) 로 전환될 경우

대안: ETH: 유동성 확장 (Liquidity Expansion) 국면에서 비트코인의 | SOL: 개인 투자자 수요 부진이 지적되었으나, 유동성 확장이 본격화되면 소액자 | XAU: 재안 행동에서 'GOLD 비중 축소'를 명시했으나, 이는 단기적인 인플레이

